

アルファ・ウイン 企業調査レポート

クオール

(3034 東証一部)

2016年6月13日

アルファ・ウイン 調査部

<http://www.awincap.jp/>

● 要旨

会社概要

・クオール(以下、同社)は、大手チェーン調剤薬局の一角。処方箋を取扱う保険薬局事業を主力に、製薬メーカー向けMR派遣のCSOや、治験サポートのCROをはじめとするBPO受託事業も併営している。

業績動向

・2016/3期決算は売上高が前期比9.3%増の1,249.5億円、営業利益は同58.1%増の67.0億円であった。
・保険薬局事業におけるM&Aによる店舗数拡大が増収に寄与。利益面では入札制度による薬価差益拡大とコストコントロールの精度向上に加え、BPO受託事業における不採算部門売却が利益を押し上げた。

業績予想

・2017/3期業績について同社は、売上高1,380.0億円(前期比10.4%増)、営業利益68.0億円(同1.3%増)を見込んでいる。
・売上面ではM&A効果で増収を見込み、利益面ではBPO受託事業の寄与拡大に加え、2016年4月の診療報酬改定による減益要因を新設された「かかりつけ薬剤師指導料」への対応で吸収することで、調剤事業でも増益を確保する計画である。

アナリストの視点

・アルファ・ウイン調査部は、同社計画がM&Aを織り込むため、2017/3期の売上高は従来予想を増額修正する一方、2016年4月の診療報酬改定影響が想定以上に厳しいことから利益は従来予想を継続する。
・2017/3期の注目点は、新設された「かかりつけ薬剤師指導料」獲得に向けた取り組みと、GE医薬品調剤体制加算への対応となる。

株価バリュエーション

・同業他社と比べた同社の現在の株価バリュエーションは、やや割安と考えられる。2017/3期上期は営業減益が見込まれることから、四半期決算などで会社計画の進捗に留意しつつ中長期スタンスで投資に臨みたい。

【 3034 クオール 業種：小売業 】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2014/3	100,966	31.5	2,105	-25.2	2,208	-21.9	777	-42.4	25.11	521.60	18.0
2015/3	114,363	13.3	4,243	101.6	4,262	93.0	2,155	177.4	63.33	557.42	20.0
2016/3	124,957	9.3	6,709	58.1	6,655	56.2	3,641	68.9	105.81	604.49	24.0
2017/3	CE 138,000	10.4	6,800	1.3	6,800	2.2	3,700	1.6	107.52	—	24.0
2017/3	旧E 128,200	4.2	7,000	12.9	7,000	12.9	3,800	8.6	110.30	646.78	28.0
	新E 140,500	12.4	7,000	4.3	7,000	5.2	3,800	4.4	110.24	679.04	24.0
2018/3	旧E 135,900	6.0	7,700	10.0	7,700	10.0	4,200	10.5	121.92	739.56	28.0
	新E 151,000	7.5	7,800	11.4	7,800	11.4	4,200	10.5	121.84	775.92	28.0
2019/3	E 159,500	5.6	8,300	6.4	8,300	6.4	4,500	7.1	130.55	877.35	32.0

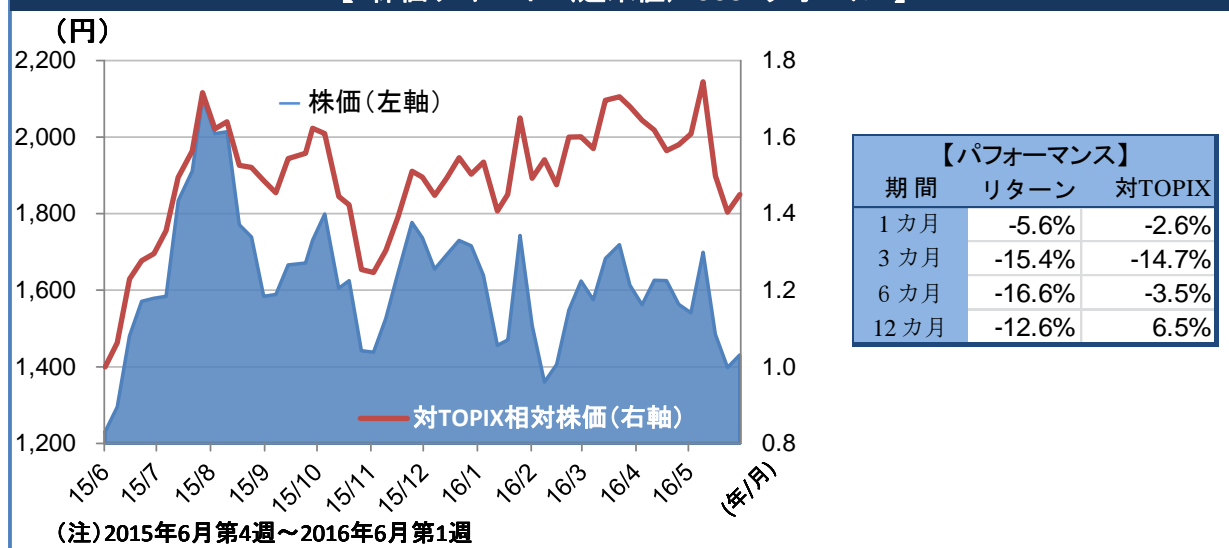
(注) CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想、旧Eの前期比は、当時の予想に基づくもの

【 株価・バリュエーション指標：3034クオール 】

項目	2016/6/3	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	1,431	前期実績	13.5	2.4	1.7%	22.7%
発行済株式数 (千株)	35,845	今期予想	13.0	2.1	1.7%	21.8%
時価総額 (億円)	51,295	来期予想	11.7	1.8	2.0%	23.0%
潜在株式数 (千株)	2,384	前期末自己資本比率	29.8%		前期ROE	18.2%

(注) 予想はアルファ・ウイン調査部予想

【 株価チャート (週末値) 3034クオール 】



目次

1. 会社概要	4
保険薬局を主力に製薬メーカー向けの BPO を展開	4
積極的な M&A で店舗数とエリアを拡大.....	5
BPO 受託事業は選択と集中で CSO に経営資源を投下.....	5
2. 決算概要	7
2016/3 期は計画を上回る 58.1%の営業増益で着地.....	7
新株予約権付社債発行で M&A 等の資金調達を多様化.....	8
3. 業績見通し	10
2017/3 期の会社計画は営業微増益の見通し	10
かかりつけ薬剤師指導料と GE 医薬品加算の獲得に注力.....	10
BPO 受託事業は CMR 拡充とサービスラインナップを拡大.....	10
売上高 3,000 億円に向けた長期構想を公表	11
4. アナリストの視点	12
アルファ・ウイン調査部は従来の利益予想を継続.....	12
保険薬局事業はかかりつけと GE の加算獲得状況に注目	12
BPO 受託事業は安定成長を予想	12
中期的に安定した利益成長を予想	13
5. 利益還元策	14
同社は 2017/3 期は配当性向 22.3%相当の年 24 円配当を計画.....	14
6. バリュエーション比較	15
同業他社比較ではやや割安感がある	15
7. 投資上の留意点	16
中期的には M&A とドラッグストアへの参入に注目.....	16
長期的には医療行政の方向性に留意.....	16
8. 主な経営指標の推移	18
要約損益計算書.....	18
要約貸借対照表.....	19
要約キャッシュフロー計算書.....	20

1. 会社概要

◆ 保険薬局を主力に製薬メーカー向けの BPO を展開

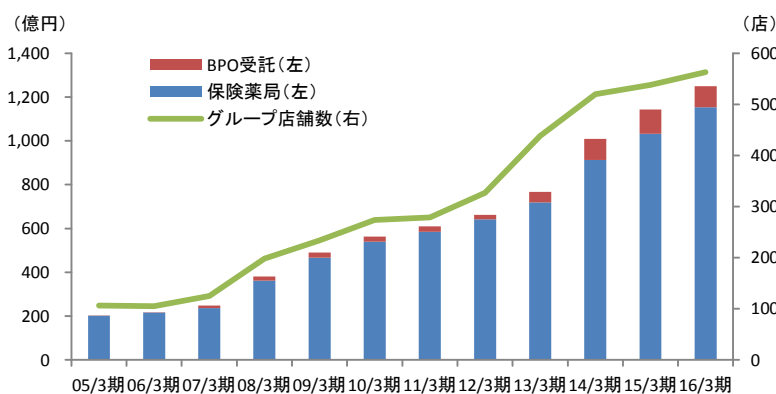
- ◆ 同社は、大手チェーン調剤薬局の一角で、メディカルホールディングスの持分法適用会社。

クオール（以下、同社）は大手チェーン調剤薬局の一角で、大手医薬品卸であるメディカルホールディングス（7459 東証一部）の持分法適用会社である。医療機関が発行する処方箋を取扱う保険薬局を主力として、製薬メーカー向けに MR（Medical Representative：医薬情報担当者）を派遣する CSO（Contract Sales Organization：医薬品販売業務受託機関）や、製薬メーカー等の治験をサポートする CRO（Contract Research Organization：医薬品開発受託機関）などのアウトソーシングサービスも提供している。

- ◆ 事業セグメントは保険薬局事業と BPO 受託事業の二つ。

事業セグメントは保険薬局などの調剤薬局や CVS（Convenience Store）併設薬局及び売店などを運営する「保険薬局事業」と、CSO や CRO などのアウトソーシングサービスを提供する「BPO（Business Process Outsourcing：業務プロセスの外部委託）受託事業」の 2 事業で構成される。このうち保険薬局事業が、売上高及び利益の大半を稼ぎ出している。

【 図表 1 】 事業別売上高と店舗数の推移



(出所)アルファ・ウイン調査部作成

- ◆ 広告など不採算事業を整理、CSO、CRO 等に経営資源を集中。

◆ 積極的な M&A で店舗数とエリアを拡大

同主力の保険薬局事業は、地盤の東日本を中心に新規出店を進めるとともに、積極的な M&A で店舗数とエリアを拡大している。そのほか、ローソン（2651 東証一部）の FC 店運営で CVS 併設薬局を「街ナカ」に配置するほか、集客力に長けたビックカメラ（3048 東証一部）店舗内への出店で「駅チカ」をカバーする。

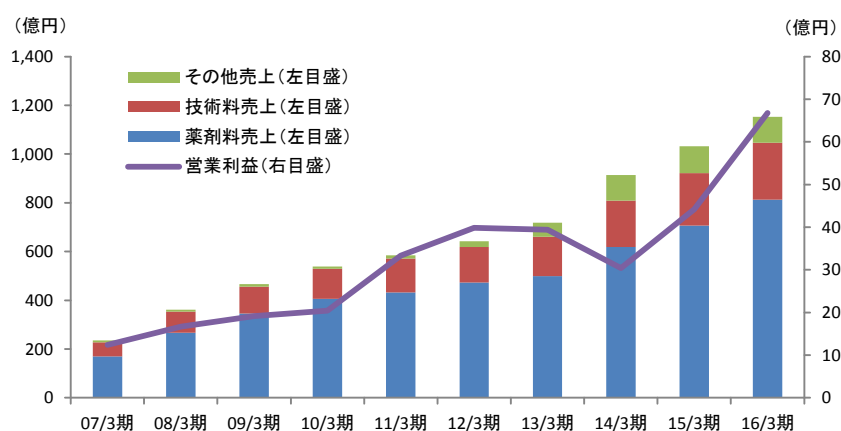
- ◆ 診療報酬改定の影響を薄めるべく CMR 増員等で BPO 事業を強化。

他方、課題である関西進出への布石として、西日本旅客鉄道（9021 東証一部）ターミナル構内の「駅ナカ」にもドラッグストア併設薬局を出店。大型病院等周辺の門前薬局はもちろんのこと、異業種連携で繁

華街やオフィス街、ターミナル等への出店で立ち寄り需要を取り込むとともに、地域に根ざしながら患者をマンツーマンでフォローする「かかりつけ薬剤師・薬局」を目指す方針である。

2016/3 期末のグループ店舗数は保険薬局が 502 店舗、CVS 併設薬局が 32 店舗、売店 29 店舗を擁し、上場する調剤薬局における同社のポジションはアインホールディングス (9627 東証一部) や日本調剤 (3341 東証一部) に次いで第 3 位の業容を誇る。

【 図表 2 】 保険薬局事業の区別売上高と利益の推移



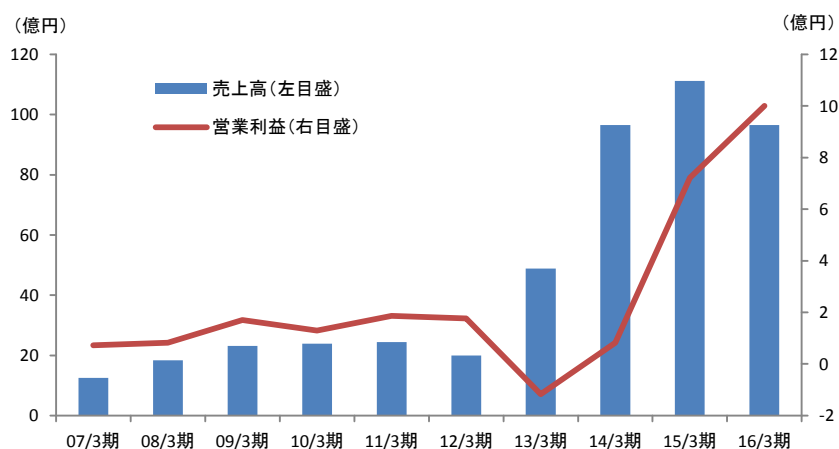
(出所) 有価証券報告書、決算短信、決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部作成

◆ BPO 受託事業は選択と集中で CSO に経営資源を投下

BPO 受託事業は 2013/3 期に買収した CSO を中核に、CRO や薬剤師の派遣等を営んでいる。2016/3 期には事業ポートフォリオを見直し、医薬品広告事業の売却等で不採算事業を整理した。今後は市場拡大とともに成長が見込まれる CSO や CRO などのアウトソーシングサービスに経営資源を集中させる方針である。

この背景にあるのは、診療報酬など公定価格の見直しに左右され難い収益源の確立であろう。保険薬局事業の収益は、ほぼ 2 年毎に実施される診療報酬改定の影響を強く受けるのに対し、CSO を軸とする BPO 受託事業は顧客数の積み上げで安定的な利益成長が見込まれる。同社は診療報酬改定による減益リスクを軽減させるべく、製薬メーカー等に派遣する CMR (Contract Medical Representatives) の増員などで BPO 受託事業の収益力強化に注力している。

【 図表 3 】 BPO 受託事業の売上高と利益の推移



(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部作成

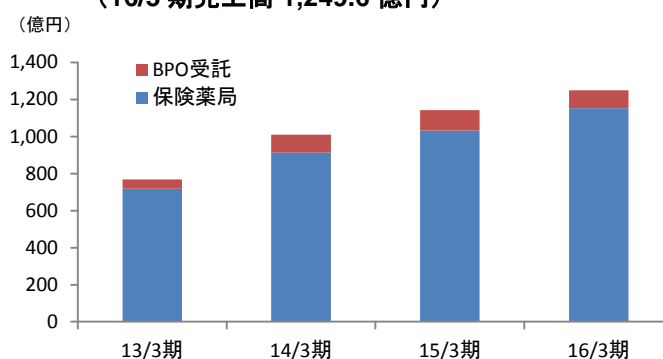
2. 決算概要

◆ 2016/3 期は計画を上回る 58.1%営業増益で着地

2016/3 期決算は売上高が前期比 9.3%増の 1,249.5 億円、営業利益は同 58.1%増の 67.0 億円であった。このうち営業利益は 2016 年 1 月に増額修正された会社計画（営業利益 50.1 億円→62.0 億円）を上回ったことから、保険薬局事業における薬剤仕入の入札制度で薬価差益が想定以上に拡大したうえ、販管費などのコストコントロール精度が向上したことが窺える。

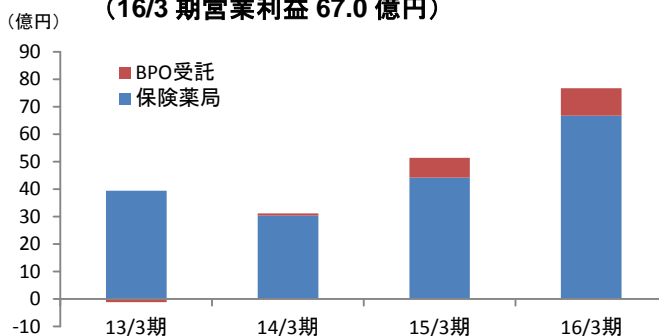
- ◆ 16/3 期営業利益は 16 年 1 月に増額された修正予想をも上回った。

【 図表 4 】 事業セグメント別売上高推移
(16/3 期売上高 1,249.6 億円)



(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部作成

【 図表 5 】 事業セグメント別利益推移
(16/3 期営業利益 67.0 億円)



(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部作成

- ◆ 保険薬局事業は M&A による店舗純増や高額の新薬等が増収要因に。

事業セグメント別に見ると、保険薬局事業は売上高が前期比 11.7%増の 1,153.0 億円、営業利益は同 51.2%増の 66.7 億円。売上面では不採算店舗の退店による減収要因を、M&A による店舗数の増加で吸収したことに加え、既存店の患者数増加が処方箋応需枚数を押し上げ、高額な C 型肝炎の新薬取扱いも寄与した。

◆ 入札制度導入で薬価差益拡大、不採算店舗撤退もあり営業増益に。

利益面では薬剤仕入の入札制度で薬価差益が拡大したほか、販管費抑制や売店などの不採算店舗退店が利益を押し上げた。

2016/3 期末のグループ店舗数は前期末比 25 店舗増の 563 店舗。内訳は保険薬局が前期末比 42 店舗増 (M&A32 店舗を含む) の 502 店舗、CV 併設薬局は同 5 店舗減の 32 店舗、売店は同 12 店舗減の 29 店舗。処方箋応需枚数は店舗数と患者数の増加で前期比 634 千枚増の 10,182 千枚に達した。

◆ BPO 受託事業は CSO 顧客企業数増加で事業基盤が強化された。

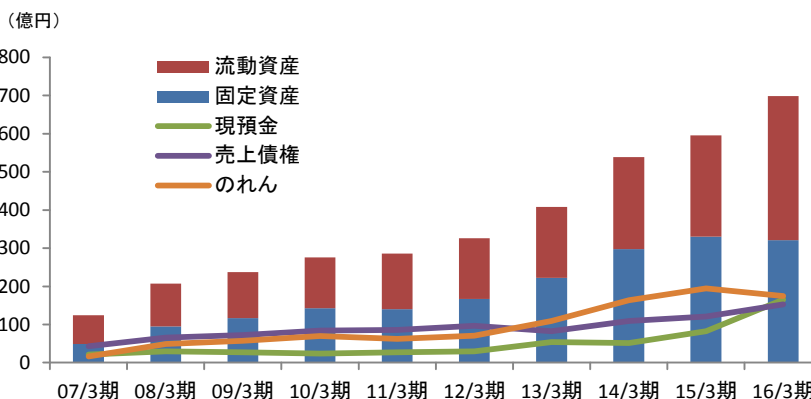
BPO 受託事業は売上高が前期比 13.2%減の 96.4 億円、営業利益は同 38.5%増の 10.0 億円。売上面では選択と集中による不採算部門の売却で減収となったものの、利益面では事業売却によるコストカットが利益を押し上げた。

当該事業の中核を占める CSO は、多様化する需要を取り込むべく CMR を増員し、期末の CMR 数は前期末比 67 名増の 502 名となった。顧客企業も新薬メーカーのみならず GE メーカーなどへ裾野が広がり、期末の顧客企業数は前期末比 9 社増の 48 社となり、成長に向け事業基盤が強化されている。

◆ 新株予約権付社債発行で M&A 等の資金調達を多様化

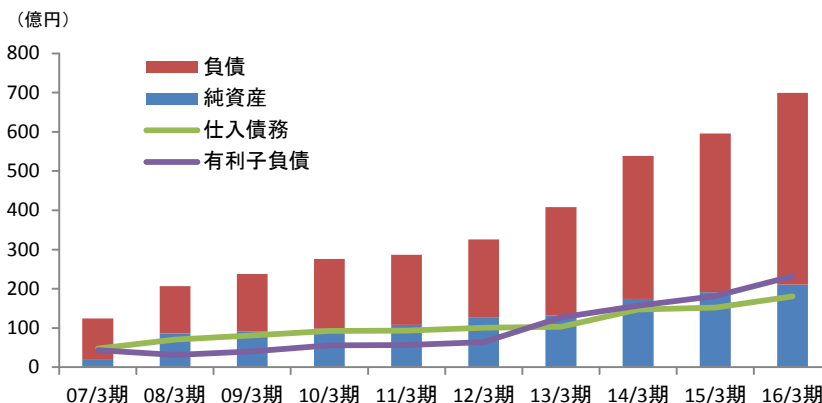
財務面では 2015 年 10 月に総額 100 億円の new share 予約権付社債を発行した。調達資金は借入金返済や M&A 等の投資資金に充てる方針である。当該社債の利率は年 1% で償還日は 2018 年 10 月 31 日、当初行使価格は 1,799 円に設定された。当該社債発行による希薄化は発行済株式数の 15.5% に相当する。同社は資金調達手段の多様化に加え、長期的な事業戦略と業績見通しを基にエクイティファイナンスを選択したと推察される。

【 図表 6 】 流動資産と固定資産の推移



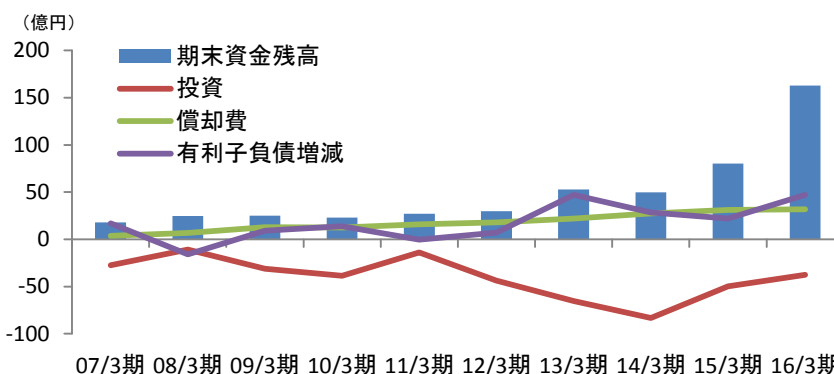
(出所) 有価証券報告書、決算短信よりアルファ・ウイン調査部作成

【 図表 7 】 純資産と負債の推移



(出所) 有価証券報告書、決算短信よりアルファ・ウイン調査部作成

【 図表 8 】 期末資金残高の推移



(注) 投資=有形・無形固定資産取得+M&A、償却費=減価償却費+のれん償却額
 (出所) 有価証券報告書、決算短信よりアルファ・ウイン調査部作成

◆ 社債発行で現預金が積み上がり、次なる M&A 資金をある程度確保。

当該社債の発行で2016/3期末の自己資本比率(自己資本/総資産×100)が前期末比 2.3%ポイント下落の 29.8%、負債比率(有利子負債/自己資本×100)は同 16.4%ポイント上昇の 111.3%になるなど、財務面では新株予約権の行使が進まないことで有利子負債が増加している。一方、2016/3 期末の現預金残高は前期末比 82.8 億円増の 165.2 億円に達しており、次なる M&A 資金をある程度確保済みと考えられる。

3. 業績見通し

◆ 2017/3 期の会社計画は営業微増益の見通し

2017/3 期の会社計画は売上高が前期比 10.4%増の 1,380.0 億円、営業利益は同 1.3%増の 68.0 億円を見込んでいる。

これを上期と下期に分けると、上期は保険薬局事業の M&A 等で売上高が前年同期比 8.2%増の 636.0 億円を見込むものの、2016 年 4 月の診療報酬改定で実質引き下げとなった調剤報酬改定（調剤基本料、基準調剤加算、GE 医薬品調剤体制加算等）への対応に時間を要するため営業利益は同 15.6%減の 23 億円の見通し。

下期は M&A や新規出店効果で売上高が前年同期比 12.4%増の 744.0 億円、営業利益は前述した調剤報酬改定への対応や新設された「かかりつけ薬剤師指導料」の獲得で同 12.9%増の 45.0 億円を見込むなど、2017/3 期は上期の減益を下期の増益で吸収する計画である。

- ◆ 診療報酬改定により上期減益も、諸対応進め下期に挽回する計画。

◆ かかりつけ薬剤師指導料と GE 医薬品加算の獲得に注力

2017/3 期の戦略を事業セグメント別に見ると、保険薬局事業は M&A による売上高成長と、2016 年 4 月の診療報酬改定で新設された「かかりつけ薬剤師指導料」の獲得、並びにハードルが高く改定された GE 医薬品調剤体制加算への対応に注力する方針である。

「かかりつけ薬剤師指導料」は、調剤基本料や基準調剤加算などの一定要件をクリアしたうえで、患者の同意のもとに加算される仕組み。同社はこの要件を満たすべく、積極的な在宅調剤で特定医療機関の処方箋集中率を軽減させるほか、薬剤師の経験年数や勤務時間などの要件をクリアすべく薬剤師の拡充を進め、「かかりつけ薬剤師指導料」獲得に不可欠な調剤基本料並びに基準調剤加算の上乗せを図る。

また、要件が厳しくなった GE 医薬品調剤体制加算への対応にも注力。これらの施策は上期後半から下期にかけて具現化される見通しである。

- ◆ かかりつけ薬剤師や要件が厳格化された GE 対応が徐々に具現化へ。

なお、保険薬局事業の成長を占う 2017/3 期末のグループ店舗数は、前期末比 146 店舗増の 709 店舗を計画。この内訳は保険薬局が M&A128 店舗を含む前期末比 138 店舗増の 640 店舗、CVS 併設薬局は同 8 店舗増の 40 店舗、売店は同横ばいの 29 店舗の見通しである。

◆ BPO 受託事業は CMR 拡充とサービスラインナップを拡大

BPO 受託事業は CSO 強化に向けた CMR 増員を進める一方で、新サービスとして、国内医薬品メーカーの海外進出に必須の輸出入代行業務や、OTC（家庭用医薬品）メーカー及び健康食品メーカーの支援を目的にした CMR のドラッグストアなどへの派遣等を打ち出している。

海外向け輸出入業務は 2016 年 7 月にタイで事業を立ち上げ、将来は ASEAN 地域への進出を目論む。他方、OTC や健康食品への取り組みは、顧客の裾野拡大を目指すとともに、増員する CMR の稼働率向上を念頭に置いている。

- ◆ 輸出入代行業務、OTC や健康食品を扱う CMR 等の新サービスに着手。
- ◆ 輸出入代行ではタイ拠点を設立、将来は ASEAN 全域への展開を目論む。

これら新サービス投入で、BPO 受託事業は輸出入代行手数料などの新たな収益源の創出が見込まれるうえ、中期的には CMR の稼働率向上による利益率の改善が予想される。

◆ 売上高 3,000 億円に向けた長期構想を公表

同社は長期的な数値目標（具体的な達成時期は非開示）として、売上高 3,000 億円（2016/3 期売上高 1,249.5 億円）、営業利益 200 億円（同営業利益 67.0 億円）を公表。同時に資本効率の ROE15%（同 ROE18.2%）、投資収益率の ROIC は 10%以上（同 ROIC10.3%）、配当性向 30%（同 22.7%）を掲げている。

◆ 長期の数値目標は売上高 3,000 億円、営業利益 200 億円。

売上高 3,000 億円に向けたグループ構想は、現在の事業ポートフォリオ（保険薬局事業、BPO 受託事業）に加え、ドラッグストアへの参入を表明している。

◆ ドラッグストアへの参入を表明、在宅患者向けサービスも検討。

事業セグメント別の成長戦略としては、コア事業の保険薬局事業は年 10 店舗～20 店舗の新規出店のほか、積極的な M&A で年 30 店舗～70 店舗を上乗せする方針である。

BPO 受託事業は CSO や CRO に加え、前述した 2017/3 期からの新サービスを拡大させる計画である。

また、2016/3 期にヤマトホールディングス（9064 東証一部）と提携したのは、当初不動産の店舗間融通や入庫管理によるコスト削減が目的だが、将来的にはヤマトホールディングスの物流機能を活かした在宅患者へのサービスも提供する方針である。

4. アナリストの視点

◆ アルファ・ウイン調査部は従来の利益予想を継続

アルファ・ウイン調査部（以下、当調査部）は、2017/3 期の会社計画に M&A を織り込むため従来の売上高予想を増額修正する一方、2016 年 4 月の診療報酬改定影響が想定以上に厳しいことから利益は従来予想を継続する。

これらを基にした当調査部の 2017/3 期予想は、売上高が前期比 12.4% 増の 1,405.0 億円、営業利益は同 4.3% 増の 70.0 億円を見込む。

◆ 保険薬局事業はかかりつけと GE の加算獲得状況に注目

2017/3 期の注目点は、新設された「かかりつけ薬剤師指導料」獲得に向けた取り組みと、GE 医薬品調剤体制加算への対応となる。

かかりつけ薬剤師指導料は、調剤薬局の規模や特定医療機関への集中度合いなどを基に区分された調剤基本料（41 点、25 点、20 点）のうち、41 点を獲得できる店舗を対象としており、なおかつ、在籍する薬剤師の経験年数や勤務時間等で区分された基準調剤加算（32 点）を取得しなければならない。

この条件に合致する対象店舗数の割合は、2016 年 5 月時点で調剤基本料 41 点獲得店舗数が全体（2016 年 5 月末 534 店舗）の 66.2%、基準調剤加算獲得店舗数は同 16.2%に過ぎない。

同社は調剤基本料 41 点獲得に向けた施策として、在宅調剤等の積極展開で特定医療機関の集中度合いを軽減させるとともに、薬剤師の増員で基準調剤加算獲得を目論む。しかしながら、これらの施策は 2017/3 期下期に入ってから具現化が予想されるうえ、基準調剤加算の条件である薬剤師の勤務年数基準をクリア可能な店舗数の割合は、5 月時点の 16.2%から下期には 50%～70%に増加する見通しである。

他方、GE 医薬品調剤体制加算の獲得は、かかりつけ薬剤師指導料獲得に比べると、難易度は低いと考えられるものの、GE 医薬品の品目数拡充が求められることから、中期的には不動産在庫を抱えるリスクが高まると推察される。

◆ BPO 受託事業は安定成長を予想

労働集約的事業の BPO 受託事業は、CMR の拡充が求められる中、顧客企業数及び顧客層が広がっていることから、中期的に安定した成長が予想される。

また、新サービスの医薬品輸出入代行業務並びに現地監督省庁への申請代行業務は、2016 年 7 月に正式立ち上げ予定であることから、2017/3 期への業績寄与は軽微と考えられるものの、国内医薬品メーカーの ASEAN 地域進出への受け皿として期待されよう。

そのほか、CMR を OTC や健康食品の営業支援でドラッグストア等に

◆ **かかりつけ薬剤師制度、GE 医薬品調剤体制加算への対応に注目。**

◆ **下期には薬剤師の勤務年数基準達成店が過半に達する見通し**

◆ **顧客企業数及び顧客層の広がりに CMR 増員で対応、安定成長へ。**

派遣するサービスは、医薬品メーカー向け CSO に比べ単価が低いと推察されることから、今後増加するであろう CMR の稼働率向上と固定費捻出手段としての位置付けと推察される。

◆ 中期的に安定した利益成長を予想

以上を基に、当調査部の 2017/3 期予想は、保険薬局事業の M&A で売上高は前期比 12.4%増収を見込むものの、診療報酬改定で上期は調剤基本料や基準調剤加算などの技術料収入が処方箋単価ベースで下落する見通しから、営業利益は同 4.3%増益に留まると予想する。

◆ 2018/3 期は新制度対応の進展で処方箋単価上昇を想定、連続増益へ。

2018/3 期は消費税の 2%引き上げ時期が 2017 年 4 月から 2019 年 10 月に延期される見通しから、消費税増税による調整的な診療報酬改定が行われない。当調査部は保険薬局事業の新規出店による売上成長と、かかりつけ薬剤師指導料獲得や GE 医薬品調剤体制加算獲得などによる処方箋単価ベースの技術料上昇を予想する。

【 図表 9 】 事業セグメント別業績予想

(単位：百万円)

	15/3期	16/3期	17/3期E		18/3期E		19/3期E
			旧	新	旧	新	
売上高	114,363	124,957	128,200	140,500	135,900	151,000	159,500
保険薬局事業	103,244	115,308	117,200	129,500	123,900	139,000	146,500
薬剤料	70,590	81,235	81,000	93,000	86,000	100,000	105,000
技術料	21,570	23,346	25,000	25,000	26,500	27,000	29,000
その他	11,084	10,727	11,200	11,500	11,400	12,000	12,500
BPO受託事業	11,119	9,649	11,000	11,000	12,000	12,000	13,000
営業利益	4,243	6,709	7,000	7,000	7,700	7,800	8,300
保険薬局事業	4,416	6,678	6,700	6,800	7,200	7,400	7,800
BPO受託事業	772	1,000	1,300	1,300	1,500	1,500	1,700
調整額	-894	-969	-1,000	-1,100	-1,000	-1,100	-1,200
グループ店舗数(店)	538	563	576	709	596	734	759
処方箋応需枚数(千枚)	9,548	10,182	10,500	11,800	10,900	12,500	13,200

(注)E はアルファ・ウイン調査部予想

(出所)決算短信より決算短信、決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部作成

5. 利益還元策

◆ 同社は 2017/3 期は配当性向 22.3%の年 24 円配当を計画

同社の利益配分は、安定した利益還元の継続を基本方針に据え、長期的には配当性向 30%を目指す方針である。

同社は 2016/3 期配当について前期比 4 円増配の年 24 円配を予定しており、配当性向は 22.7%の水準となる。2017/3 期の配当計画は配当性向 22.3%相当の年 24 円配を継続する計画である。

◆ 配当性向の穏やかな引き上げによる連続増配を見込む。

当調査部の配当予想は 2017/3 期を年 24 円配とし、2018/3 期以降は利益成長と配当性向の緩やかな引き上げによる増配を見込む。

6. バリュエーション比較

◆ 同業他社比較ではやや割安感がある

上場する同業他社（アインホールディングス、日本調剤、総合メディカル～4775 東証一部）と比べ、同社の 2017/3 期予想 PER は割高とは言えない。

2016 年 4 月の診療報酬改定は、調剤基本料や基準調剤加算などで、門前薬局を主力とする大手チェーン調剤薬局に厳しい改定内容であったため、同社の 2017/3 期計画では診療報酬改定の影響が如実に現れる上期の営業減益を見込んでいる。

前期実績基準 PBR、今期予想基準配当利回りも踏まえた現在の株価バリュエーションはやや割安と考えられるものの、市場は会社計画の進捗を見守っている状況と考えられる。したがって、四半期決算などで会社計画の進捗率に留意した中長期投資が望まれよう。

【 図表 10 】 同業他社とのバリュエーション比較

銘柄 (予想決算期)	3034 クオール (17/3期E)	9627 アイン ホールディングス (17/4期E)	3341 日本調剤 (17/3期E)	4775 総合メディカル (17/3期E)
株価 (円)	1,431	7,380	4,715	3,885
時価総額 (億円)	513	2,353	756	596
今期予想PER (倍)	13.0	26.0	11.4	15.6
今期予想EPS成長率	4.2%	13.7%	-4.1%	60.9%
前期基準PBR (倍)	2.4	4.4	2.3	2.0
前期ROE	18.2%	15.6%	25.3%	8.3%
今期予想配当 (円)	24.0	50.0	50.0	50.0
今期予想配当利回り	1.7%	0.7%	1.1%	1.3%

(注)クオールはアルファ・ウイン調査部予想、他 3 社は会社計画。株価は 6/3 終値

(出所) 各社決算短信よりアルファ・ウイン調査部作成

7. 投資上の留意点

◆ 中期的には M&A とドラッグストアへの参入に注目

調剤薬局業界にとって、新規出店のバロメーターとも言える分業率は、15年2月の全国平均で70.2%（出所：日本薬剤師会）に達した。分業率の高まりで駅前薬局などの有望ロケーションが乏しくなる中、新規出店を成長ドライバーに据える調剤薬局業界は、売上成長とスケールメリットによる利益率向上を求め、今後は M&A による業界再編が加速すると考えられる。

この流れは大手チェーン調剤薬局主導による業界再編に留まらず、ドラッグストアや GMS などの異業種を交えたグループ化の促進も考えられる。

加えて、同社は前述した中長期的なグループ構想の中で、ドラッグストアへの参入を表明していることから、今後は調剤薬局のみならずドラッグストアをも対象とした M&A 戦略に注目したい。

◆ 長期的には医療行政の方向性に留意

長期的には医療行政の方向性に留意したい。政府が2015年6月に公表した「経済財政運営と改革の基本方針2015」では、調剤薬局業界の目指す方向として、

1. かかりつけ薬剤師・薬局の推進による効果的な投薬と残薬管理による医療財政の無駄排除
2. 医師との連携による地域包括ケアへの参画
3. ICT (Information and Communication Technology) を活用した電子薬歴による医師と薬剤師との医療情報連携

などを掲げている。

また、2015年10月に厚生労働省が公表した「患者のための薬局ビジョン」では、調剤薬局が地域包括ケアシステムの一翼を担うべく患者本位のかかりつけ薬局への再編を掲げている。

これは、大手チェーン調剤薬局の主力店舗が占める事務作業的な「駅前薬局」から地域に密着した「かかりつけ薬剤師・薬局」への移行と、最終的には医療機関との連携で患者をサポートする「地域包括ケアシステム」を目指す姿が描かれている。

かかりつけ薬剤師・薬局に求められる機能としては、病気予防や健康サポートに貢献する「健康サポート機能（健康サポート薬局）」と、専門知識などの薬学管理を備えた「高度薬学管理機能」はもちろんのこと、

1. 服薬情報の一元管理・継続的把握
2. 24時間対応・在宅対応

◆ 調剤の新規出店余地は限定的に。資金調達終え次の M&A に注目。

◆ 地域密着のかかりつけ薬局には 24 時間対応等の機能拡充も必要に。

3. 医療機関との連携
などが求められる。

実際、2016年4月の診療報酬改定では、かかりつけ薬剤師指導料が新設されたことから、2018年4月に予定される次回の診療報酬改定では、上記内容に沿った施策が盛り込まれる可能性が考えられる。

8. 主な経営指標の推移

【 図表 11 】 要約損益計算書

(単位：百万円)

	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期
売上高	60,915	66,201	76,783	100,966	114,363	124,957
(前期比)	8.2%	8.7%	16.0%	31.5%	13.3%	9.3%
保険薬局事業	58,475	64,200	71,899	91,314	103,244	115,308
BPO受託事業	2,440	2,000	4,884	9,652	11,119	9,649
売上原価	53,294	57,675	67,363	90,069	101,346	109,196
販売費一般管理費	4,816	5,217	6,607	8,791	8,773	9,051
営業利益	2,804	3,308	2,812	2,105	4,243	6,709
(前期比)	38.1%	18.0%	-15.0%	-25.2%	101.6%	58.1%
保険薬局事業	3,330	3,987	3,942	3,037	4,416	6,678
BPO受託事業	186	176	-117	82	772	1,000
調整額	-711	-855	-1,011	-1,014	-894	-969
営業外損益	3	-70	17	103	19	-55
経常利益	2,807	3,238	2,829	2,208	4,262	6,655
特別損益	-319	-227	-102	-215	-380	-259
純利益	1,137	1,560	1,349	777	2,155	3,641
売上原価率	87.5%	87.1%	87.7%	89.2%	88.6%	87.4%
営業利益率	4.6%	5.0%	3.7%	2.1%	3.7%	5.4%
保険薬局事業	5.7%	6.2%	5.5%	3.3%	4.3%	5.8%
BPO受託事業	7.6%	8.8%	-2.4%	0.8%	6.9%	10.4%
EPS(円)	45.9	62.1	52.8	25.1	63.3	105.8
BPS(円)	436.1	488.9	511.4	521.6	557.4	604.5
1株配当(円)	8.5	24.5	20.0	18.0	20.0	24.0
ROE	11.0%	13.3%	10.5%	5.2%	11.9%	18.2%
投資	1,381	4,379	6,548	8,348	4,979	3,480
償却費	1,572	1,803	2,184	2,746	3,108	3,176
EBITDA	4,376	5,111	4,996	4,851	7,351	9,885
グループ店舗数(店)	284	327	438	520	538	563
保険薬局(店)	276	309	366	433	460	502
CVS併設薬局(店)	3	8	30	37	37	32
売店(店)	0	4	41	50	41	29
期末薬剤師数(人)	997	999	1,201	1,431	1,490	1,547
処方箋応需枚数(千枚)	6,424	6,602	7,219	8,351	9,548	10,182

(注) 投資=有形・無形固定資産取得+M&A、償却費=減価償却費+のれん償却、EBITDA=営業利益+償却費
(出所) 有価証券報告書、決算短信、決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部作成

【 図表 12 】 要約貸借対照表

(単位：百万円)

	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期
流動資産	14,623	15,919	18,575	24,117	26,534	37,824
現預金	2,723	2,984	5,347	5,162	8,236	16,523
売上債権	8,576	9,671	8,240	10,940	12,079	15,242
棚卸資産	2,448	2,292	3,497	6,149	4,306	4,254
固定資産	14,000	16,662	22,200	29,767	33,023	32,069
有形固定資産	4,333	5,669	7,137	8,309	8,276	9,075
のれん	6,193	7,064	10,922	16,317	19,477	17,469
資産合計	28,624	32,582	40,790	53,904	59,573	69,921
流動負債	14,144	16,100	18,292	25,450	26,312	29,344
仕入債務	9,334	10,043	10,341	14,704	15,212	18,096
短期有利子負債	2,314	2,972	3,904	5,733	5,394	4,696
固定負債	3,688	3,731	9,321	11,078	14,108	19,481
長期有利子負債	3,314	3,395	8,770	9,984	12,793	18,498
負債合計	17,832	19,831	27,614	36,529	40,420	48,825
株主資本	10,796	12,721	13,013	16,987	19,058	20,468
資本金	814	1,126	1,126	2,828	2,828	2,828
資本剰余金	6,767	7,139	7,161	9,085	10,880	9,354
利益剰余金	3,232	4,465	5,160	5,371	6,938	9,754
自己株式	-18	-9	-435	-298	-1,588	-1,469
自己資本	10,792	12,750	13,050	17,033	19,152	20,838
純資産	10,792	12,750	13,175	17,374	19,152	21,096
自己資本比率	37.7%	39.1%	32.0%	31.6%	32.1%	29.8%
流動比率	103.4%	98.9%	101.5%	94.8%	100.8%	128.9%
負債比率	52.1%	49.9%	97.1%	92.3%	95.0%	111.3%
固定長期適合率	96.7%	101.1%	99.2%	105.9%	99.3%	79.5%
売上債権回転月数(カ月)	1.69	1.75	1.29	1.30	1.27	1.46
仕入債務回転月数(カ月)	1.84	1.82	1.62	1.75	1.60	1.74

(注) 投資=有形・無形固定資産取得+M&A、償却費=減価償却費+のれん償却、EBITDA=営業利益+償却費
(出所) 有価証券報告書、決算短信、決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部作成

【 図表 13 】 要約キャッシュフロー計算書

(単位：百万円)

	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期
営業キャッシュフロー	2,233	3,830	5,327	2,350	7,841	7,600
税前純利益	2,488	3,010	2,727	1,994	3,882	6,396
減価償却費	1,149	1,354	1,496	1,574	1,611	1,607
のれん償却	423	449	688	1,172	1,497	1,569
投資キャッシュフロー	-1,565	-4,561	-6,607	-8,383	-5,066	-3,409
有形・無形固定資産取得	-1,295	-2,563	-2,382	-2,176	-1,751	-1,927
M&A	-86	-1,816	-4,166	-6,172	-3,228	-1,553
財務キャッシュフロー	-256	1,000	3,563	5,722	278	4,085
有利子負債増減	-44	707	4,686	2,827	2,210	4,707
株式発行・売出	0	684	0	3,514	138	172
自己株式取得	0	0	-499	0	-1,413	0
配当金支払	-154	-327	-657	-566	-597	-755
期末資金残高	2,714	2,984	5,268	4,957	8,011	16,287
フリーキャッシュフロー	668	-731	-1,280	-6,033	2,775	4,191
CF有利子負債倍率(倍)	2.5	1.7	2.4	6.7	2.3	3.1

(注)フリーCF=営業CF+投資CF、CF有利子負債倍率=有利子負債/営業CF

(出所) 有価証券報告書、決算短信、決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部作成

ディスクレーマー

アルファ・ウイン 企業調査レポート（以下、本レポート）は、掲載企業のご依頼により、アルファ・ウイン・キャピタル株式会社（以下、弊社）が作成したものです。

本レポートでは、企業の保有する独自の製品・サービスや技術など、持続的成長に必要な競争力の源泉を明確に描き出すとともに、企業の外部環境や内部環境を強み・弱み・機会・脅威の4つのカテゴリーで分析するSWOT分析の企業戦略評価への活用、KPI（業績指標）やガバナンスの確認等も行っております。

本レポートは、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。弊社は投資家の皆様の本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。

本レポートの内容は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材等を経て作成されたものです。弊社及び本レポートの作成者が、掲載企業の有価証券を既に保有していること、あるいは今後において当該有価証券の売買を行う可能性があります。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

本レポートの著作権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

本レポートについてのお問い合わせは、電子メール【info@awincap.jp】にてお願いいたします。